

M  
A  
R  
K  
E  
T  
  
R  
E  
S  
E  
A  
R  
C  
H  
  
R  
E  
P  
O  
R  
T

# 市场研报



 **瑞达期货**  
RUIDA FUTURES

 **金尝发**

## 宏观：全球经济增速放缓 政策托底改革驱动

本期导读：

2019年，受全球贸易放缓、地缘政治紧张以及脱欧等政治乱局影响，全球经济增速整体呈放缓趋势。全球货币政策由紧转松，在经历了近一年的放缓之后，全球经济在年末有所企稳。从几个主要经济体来看，美国经济较为良好，就业市场及消费支出支撑了整体经济的发展，不过制造业的持续萎缩，临近大选的不确定性因素加剧了美国经济的下行风险。欧元区受全球经贸放缓的影响，制造业遭受严峻打击，经济在2019年持续萎靡。接近极致的货币宽松以及有限的财政刺激空间使其经济增长动能乏力。在全球风险因素减少的背景下欧元区经济在年末有所复苏，但经济前景依旧不容乐观。英国经济受脱欧持续的不确定性拖累而几乎没有增长，不过10月份英国脱欧出现转机，明年或正式退出欧盟并开启贸易谈判。短期内英国经济仍趋向下行，未来经济走势仍需要关注英欧贸易谈判的进展。日本经济在2019年显露疲态，持续萎靡的通胀以及外需疲弱导致经济放缓，三季度初更险些濒临衰退。在经济下行近人口老龄化加剧的压力下，日本政府在今年上调消费税并采取大规模的财政刺激，但政策效果仍有待时间检验。另外，奥运会在明年将于日本举行，其带来的经济红利将给疲弱的日本经济带来一定支撑，但整体来看经济复苏的前景依旧暗淡。

2019年国内经济“前高后低”。受全球经济放缓及中美贸易影响，中国GDP在一季度反弹后便延续下滑趋势，国内经济下行压力明显。从三驾马车来看，投资增速受基建及制造业拖累略显疲弱，房地产投资保持稳健。预计2020年在政策支持下基建及制造业投资将会有所反弹。消费受内需放缓影响呈下行趋势，主要受汽车消费加剧下行的拖累。不过随着消费结构进一步转型升级，明年消费增速仍有望企稳回升。出口下滑较为明显，因全球经济放缓和中美贸易摩擦导致外需疲弱较为疲弱，不过随着贸易结构的持续优化、对外贸易进一步开放，以及贸易局势的转暖，预计出口降幅将有所收窄。整体来看，目前国内经济仍有下行压力，但随着外部环境边际改善，国内逆周期调节力度进一步加大，预计明年经济下行压力将有所缓解，2020年全年经济增速或维持在6%左右。

## 目 录

一、2019 年世界经济运行的主要特点 .....	4
(一) 全球经济增速放缓，货币政策延续宽松 .....	4
(二) 国际贸易局势反复，关注后续贸易谈判 .....	5
二、2020 年国外宏观经济展望 .....	7
(一) 2020 年全球经济不确定性仍存 .....	7
1. 美国：经济韧性犹存，警惕下行风险 .....	8
2. 欧元区：经济或延续低迷，复苏仍面临考验 .....	13
3. 英国：脱欧前景转暖，不确定性仍存 .....	15
4. 日本：经济疲态显露，复苏前景黯淡 .....	17
三、2019 年国内宏观经济回顾与 2020 年经济展望 .....	19
(一) 经济增长：预计 GDP 增速小幅降至 6% .....	19
(二) 投资稳中有降，经济存下行压力 .....	20
1. 基建投资放缓，政策发力稳投资 .....	20
2. 制造业投资或转暖，产业结构持续优化 .....	21
3. 房地产投资小幅下滑，预计仍保持韧性 .....	22
(三) 消费增速保持平稳，消费升级拉动经济 .....	24
(四) 进出口有望改善，贸易不确定性仍存 .....	26
(五) 通胀结构性上涨，分化趋势将缩小 .....	27
四、货币维持审慎宽松，财政稳投资补短板 .....	29
(一) 财政政策：积极财政要大力“提质增效” .....	29
(二) 货币政策：灵活适度，保持审慎宽松 .....	30

## 一、2019 年世界经济运行的主要特点

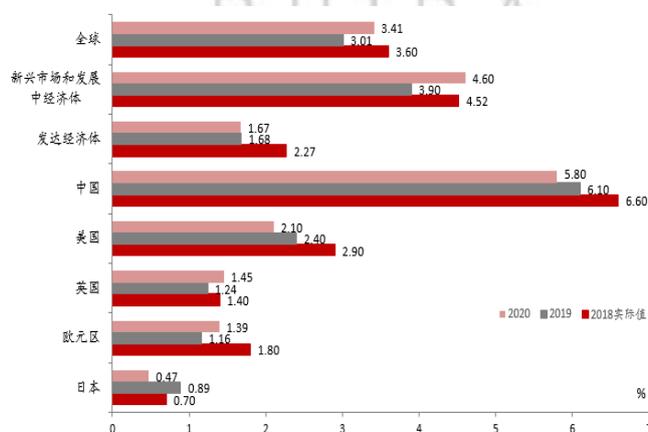
### (一) 全球经济增速放缓，货币政策延续宽松

2019 年全球经济同步放缓，主要经济体货币政策由“加息”转向了“降息”。贸易保护主义导致国际贸易局势不断反复，英国脱欧、地缘政治以及多地上演的民粹主义都为全球经济带来了风险和挑战。10 月 15 日，国际货币基金组织（IMF）将 2019 年全球经济增长率由年初的 3.6% 下调至 3%，创金融危机以来的最低点。各主要经济体 GDP 增速均有所下滑。其中，较为依赖出口的欧元区经济增速大幅下滑，2019 年 GDP 预计增速仅为 1.16%。

从领先指标 PMI 来看，全球主要经济体制造业景气度从年初以来持续下滑。美国制造业 PMI 连续四个月低于荣枯线。英国制造业受脱欧影响持续萎缩。欧元区制造业受全球经贸放缓影响最重，制造业 PMI 持续处于低位，但近几个月有所回升。从摩根大通全球制造业 PMI 指数来看，全球制造业景气度至 7 月以来持续上涨，11 月份更是从回荣枯线上方，或暗示全球制造业在 1 年多的放缓之后终于有企稳回升的趋势。

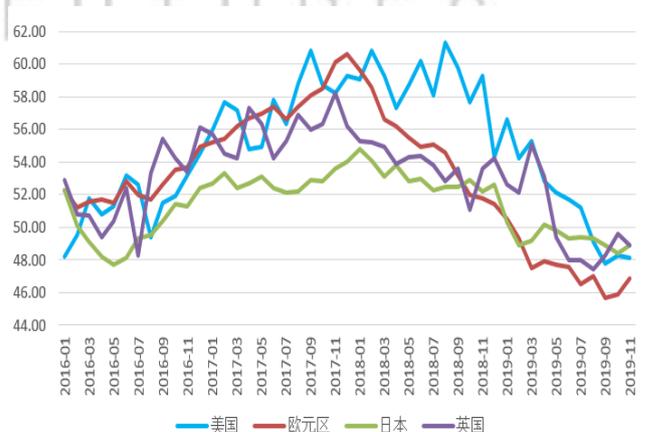
通胀方面，受全球经济及贸易放缓影响，今年以来主要经济体通胀水平持续下滑。9 月中旬因沙特石油设施遇袭导致石油价格大幅上涨，但沙特随后恢复产能，石油价格迅速回落，对通胀影响甚微。英国及欧元区通胀也呈下行趋势，不过欧元区 11 月 CPI 有所回暖。美国连续三次降息后效果显现，通胀水平有所回升，但仍低于目标。日本通胀持续低迷，日本央行称考虑进一步降息。总体来看，2019 年全球经济增速同步放缓，四季度一些不确定性减少后有所反弹，下行压力也有所减小。但考虑到全球贸易、脱欧以及美国大选等因素，明年经济仍面临风险。

图 1 全球 GDP 增长区域比较 (%)



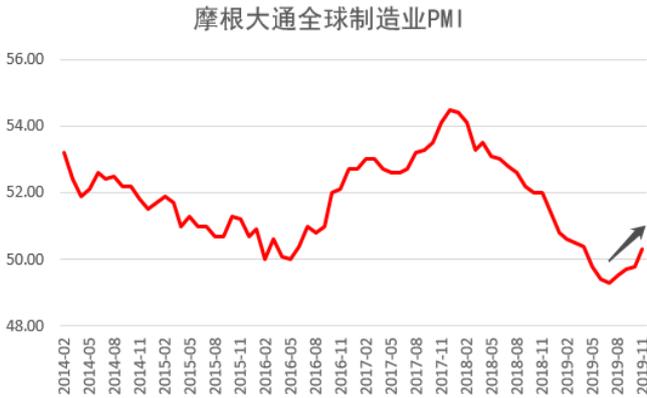
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 2 全球主要发达经济体制造业景气指数 (%)



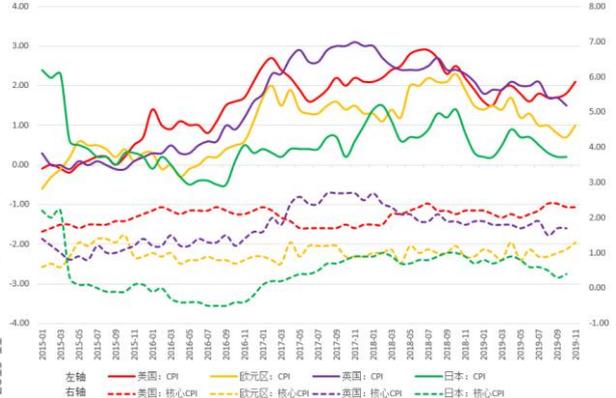
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图3 摩根大通全球制造业 PMI 指数 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

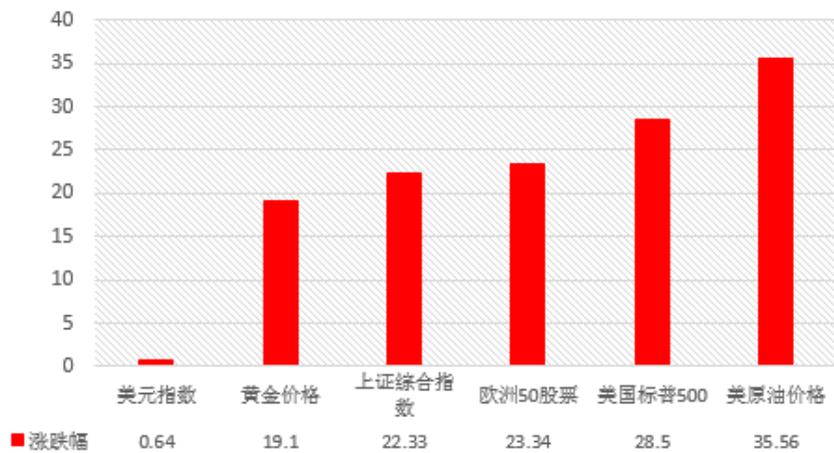
图4 全球主要经济体通胀水平 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

大类资产方面，虽然今年全球经济呈放缓趋势，但股市却迎来了较大增长。据德国银行计算，全球股票的价值从年初开始的不到 70 万亿美元，上涨至目前的逾 85 万亿美元。全球市场的大幅攀升主要仍由美国市场主导，标普 500、道指和罗素 2000 指数今年以来的累积涨幅达到了 20%以上。中国上证指数今年也上涨近 20%。全球央行宽松的货币政策和政治形势发展帮助股市在今年实现了不错的表现。大宗商品在 2019 年的走势也较为强劲。其中，黄金在 2019 年大幅上涨逾 17%。一方面是因为各国央行的货币宽松政策和持续增加黄金储备。另一方面，也因全球经贸放缓导致的避险需求升温有关。2019 年油市经历了多次巨大变动，但总体仍然上涨。NYMEX 原油上涨近 35%，布伦特原油涨逾 23%。虽然美国的页岩油产量持续攀升，且经济放缓导致石油需求增长乏力。但欧佩克的持续减产，以及石油产出国政局动荡导致的对石油供应的担忧给油价提供了上涨动力。

图5 2019 年全球主要资产涨跌幅 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

看向未来，经济基本面及贸易因素仍将在 2020 年左右市场走势，虽然近期来看一些不确定因素风险在减小。不过全球央行的鸽派转向基本上已成为过去，超预期的货币宽松或财政刺激的空间也较小。主要央行似乎有意维持当前的宽松政策，利率和债券收益率可能徘徊在低位附近。此外在 2020 年，年初英国脱欧和美国大选料将成为明年资产走势的关键。

## （二）国际贸易局势反复，关注后续贸易谈判

全球贸易局势是今年主导市场及经济的一个重要因素。年初至今，贸易局势不断出现反复，以美国为代表的贸易保护主义不断拖累全球贸易发展。其中，世界前两大经济体，中国与美国的贸易争端备受市场关注。近期，中美就第一阶段经贸协议文本达成一致对外释放积极信号，有利于推动中美经贸合作，市场的不确定性风险在收敛，这对中美两国经济和世界经济都是利好。与此同时，美国与欧盟、巴西和阿根廷的贸易争端又起，美国甚至有可能通过所谓“232 调查”，对其他国家输美汽车及其零部件加征高额关税，这将涉及到大概 3000 多亿美元的贸易规模。预计全球贸易局势反复的局面短期内仍将持续，全球贸易是否实质性转暖仍需时日观察。

表一：12 月份中美达成第一阶段贸易协议，贸易关系有所缓和

时间	事件
2018 年 12 月 1 日	中美两国元首在阿根廷首都布宜诺斯艾利斯举行晚餐会晤。双方达成共识，停止加征新的关税
2019 年 5 月 6 日	美国总统特朗普宣布将 2000 亿美元的中国商品关税从 10% 上调至 25%，并于 5 月 11 日生效
2019 年 5 月 13 日	中国宣布对已实施加征关税的 600 亿美元商品的部分，分别实施 25%，20%，10% 关税
2019 年 8 月 1 日	美国总统特朗普 8 月 1 日宣布，美国将从 9 月 1 日起对价值 3000 亿美元的中国商品征收 10% 的关税
2019 年 8 月 23 日	中方采取反制，对原产于美国的 5078 个税目、约 750 亿美元商品，加征 10%、5% 不等关税，对原产于美国的汽车及零部件恢复加征 25%、5% 关税
2019 年 9 月 12 日	中美经贸双方保持沟通，牵头人商定见面。中方企业恢复采购自美进口农产品
2019 年 9 月 25 日	美方公布了对中国加征关税商品的排除清单，涉及 400 多项商品。中方也对大豆、猪肉等农产品加征关税排除
2019 年 10 月 12 日	特朗普表示美中经贸磋商取得了实质性的第一阶段成果，美国将暂缓 10 月 15 号的对华加征关税
2019 年 11 月 16 日	刘鹤应约与美国各领域官员围绕第一阶段协议进行讨论。美国官员指出正接近达成一项贸易协定
2019 年 12 月 14 日	中美就第一阶段经贸协议文本达成一致，美方承诺分阶段取消加征关税。中方也虑不实施原计划在 12 月 15 日生效的拟对美方进口产品加征关税的措施

表二：美欧贸易纷争严重，有加剧风险

时间	事件
2019年4月9日	WTO 认为欧盟给空客的补贴对美国产生了负面影响。特朗普称美国将对价值 110 亿美元的，涉及大型商用飞机、零部件以及乳制品、葡萄酒等欧盟产品征收关税。
2019年4月17日	作为反制措施，欧盟委员会公布了价值 200 亿美元的美国商品清单，威胁将对商品加征关税
2019年7月	法国议会通过了“向互联网巨头征收 3%数字税”的法案。受影响企业大多数为美国公司，如苹果、脸书、谷歌和亚马逊等
2019年10月2日	美国在欧美航空业争端上获得 WTO 的有利裁决，并以此为据对欧洲进口商品加征关税
2019年10月18日	美方正式对空客在欧洲生产的大型民用飞机加征 10%的关税，对价值 75 亿美元的欧盟部分农产品和其他产品加征 25%的关税。欧盟称将根据世贸组织的裁决对美国施加报复
2019年12月2日	美国贸易代表办公室公布 301 调查结果，以“法国数字税歧视美国企业”为由，提出要对价值 24 亿美元的法国进口商品征收最高 100%的关税。最早在明年 1 月才生效。
2019年12月12日	欧盟宣布推出单边制裁法案，以应对世贸组织 (WTO) 争端机制“停摆”造成的冲击。这是美欧贸易关系恶化的又一进展
2019年12月16日	WTO 驳回了欧盟方面提出的已不再补贴飞机制造商空客 (AIR. PA) 的主张。美国随即称正在考虑对更多的欧盟产品征收税率高达 100%关税。其中包括欧洲的烈酒以及农产品

## 二、2020 年国外宏观经济形势展望

### (一) 2020 年全球经济不确定性仍存

展望 2020 年，美国经济目前整体维持良好状态，强劲的消费和就业仍支撑经济增长。但数据显示美国制造业持续疲弱，叠加国内政治斗争，以及贸易争端等因素仍然给经济前景带来不确定性因素。

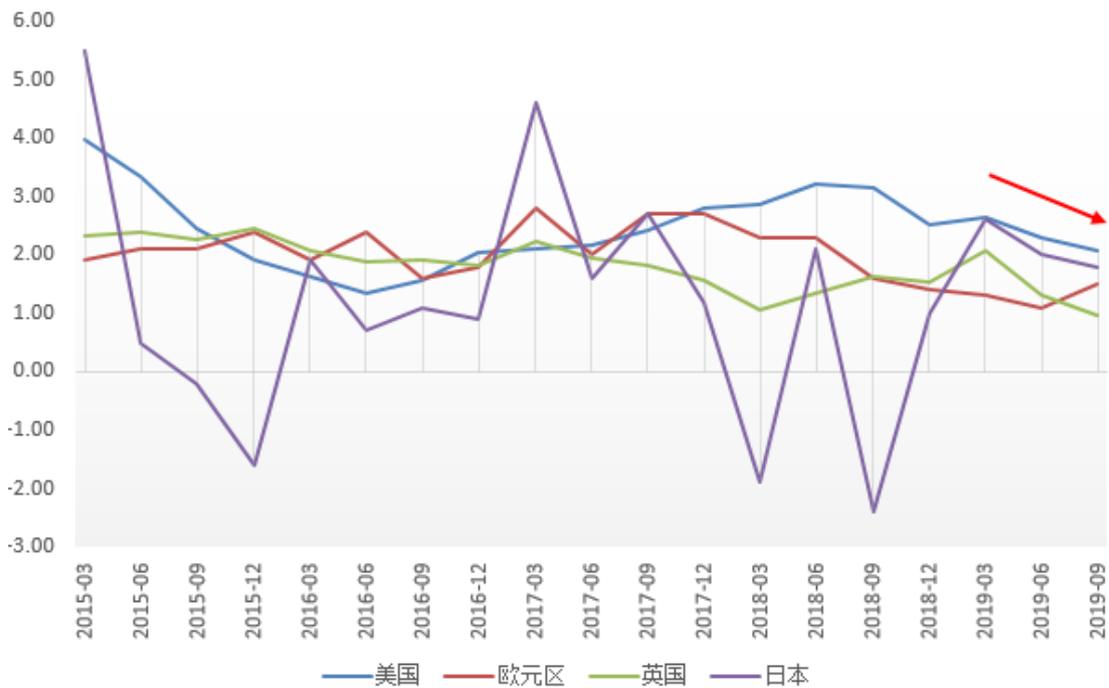
欧元区经济有企稳复苏迹象，但欧元区内部分歧、美欧贸易紧张等因素对欧元区经济构成威胁，经济前景仍不容乐观。英国经济受脱欧影响持续下滑，商业活动由于脱欧的不确定性一直受到压制。此前脱欧延期至 2020 年 1 月 31 日，约翰逊所在保守党赢得大选虽提振了顺利脱欧的预期，但约翰逊通过修订脱欧协议以确保不会延长 2020 年底的过渡期，这使硬脱欧风险上升。因此英国的经济前景仍压着脱欧这一块“巨石”。

日本经济受全球贸易放缓影响呈下滑趋势，虽然日本政府加大财政刺激力度，但本国的经

济学家并不看好刺激政策将有效的提振经济。新兴市场方面，受制于低投资、高失业、高政策不确定性以及地缘政治冲突，新兴市场经济整体上难见持续有力的增长反弹。

整体而言，目前全球经济有一定的企稳迹象，但 2020 年仍面临诸多的不确定性因素，贸易局势、美国大选、英国脱欧等事件的进展值得关注。

图 6 全球主要发达经济体 2019 年三季度实际 GDP 同比 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

## 1. 美国：经济韧性犹存，警惕下行风险

美国三季度经济增速有所回升，但与一季度相比仍放缓。美国三季度 GDP 终值录得 2.1%，高于初读数值 1.9%和二季度实际值 2%。由于贸易政策波动，制造业疲软和商业投资减少，消费支出成了 2019 年支持美国经济增长的主要动力。在就业市场强劲的情况下，消费支出或将继续

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_8026](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8026)

